

餐饮旅游

从麦当劳看美式快餐系列（二）：地产+餐饮的现金牛

事项

麦当劳为人熟知的形象有两个：全球市值最大且极度标准化的连锁快餐公司，和熟谙金融杠杆手段，以地产为主要收益来源的地产租赁公司。

本文通过对麦当劳报表的拆解和重组，将麦当劳的主营业务收入和营业成本拆分到“租金板块”、“自营板块”和“特许权使用费及首次加盟费板块”。其结果为，“租金板块”贡献了主营业务税前利润的 55%——也就是说，正如我们惯常所知，麦当劳的主要盈利来源确实是地产租金。

主要观点

1. “地产模式”以餐饮为基础

有赖于麦当劳稳健的餐饮运营能力，麦当劳建立了美誉度高的品牌、规模巨大的资产体量。在具备了议价能力和盈利能力的基础上，麦当劳早年高杠杆介入地产，得以通过长期租约或直接购买而取得优质地产，并吸引大批优质加盟商入驻该地产、贡献租金和其他加盟收入。

2. “地产模式”运营利润率高，占主营业务税前利润比重大

麦当劳的自营门店运营利润率高，在餐饮业中处于领先地位。作为对比，“地产模式”所带来的租金收入在扣除了租金开支、SG&A 等费用之后，经营利润率高达 71%。同时，“地产模式”贡献了主营业务税前利润的 55%。

3. 报表重组和拆分

麦当劳的营业利润产生于三个板块，分别是地产/租金板块（承租-转租差价收入）、自营板块（快餐业务）、特许权和加盟费板（商标和管理输出）。2017 年，在经营利润率方面，“租金板块”达到 71%，“自营板块”为 16%，“特许权使用费及首次加盟费”为 45%；主营业务税前利润为 83.90 亿美元，“租金板块”占比 55%，“自营板块”占比 24%，“特许权使用费及首次加盟费”占比 21%。

4. 麦当劳出售中国区进一步彰显加盟战略

麦当劳中国区业务拥有 2700 多家门店，根据新闻口径推算，其中自营占比超过 65%，与麦当劳“将自营比例降低到 10% 以下”的目标不符。

将中国区业务以 20.5 亿美元的对价出售后，中信持股 52%，凯雷资本持股 28%，麦当劳集团持股 20%。未来中国区将按照合资企业的模式，向麦当劳缴纳特许权使用费和加盟费，其净利也将按比例计入麦当劳的投资损益中。

5. 风险提示：行业增速不及预期，食品安全事故

行业评级推荐 评级变动维持

华创证券研究所


证券分析师：王薇娜

执业编号：S0360517040002

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

行业表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《从麦当劳看美式快餐业系列（一）：筚路蓝缕，以启山林》

2018-03-15

《华创社服周报：三特索道景区增长超预期，定增顺利推进》

2018-03-18

《华创社服周报：呷哺呷哺核心经营指标稳健，中青旅、首旅酒店遭错杀》

2018-03-25



截图 扫二维码

或搜索公众号**seed思得**

点击菜单栏“研究报告”->“共享群”

报告整理于网络，只用于分享，如有侵权，请联系我们

1 每日互动，分享**5+**热门报告，部分社群已经超过**3年**

2 3年积累，报告总量超过**30万**份

3 同行业匹配，同频的人说同样的话

4 大咖直播，只听业内大佬分享

14万行业精英已加入>>

目录

一、麦当劳的地产逻辑梳理	4
二、麦当劳的地产收益计算	6
1、地产模式的租金收入	6
2、由麦当劳承租、再转租给加盟商的比例	6
3、“承租——转租”的模式所产生的利润	10
三、麦当劳损益表的重组	11
1、自营门店的收益	11
2、特许权使用费、加盟费的收益及损益表重组	12
四、麦当劳出售中国区业务的影响	13
1、交易概况	13
2、交易对麦当劳财报的影响	14
3、交易的相关分析	15
五、风险提示	16

图表目录

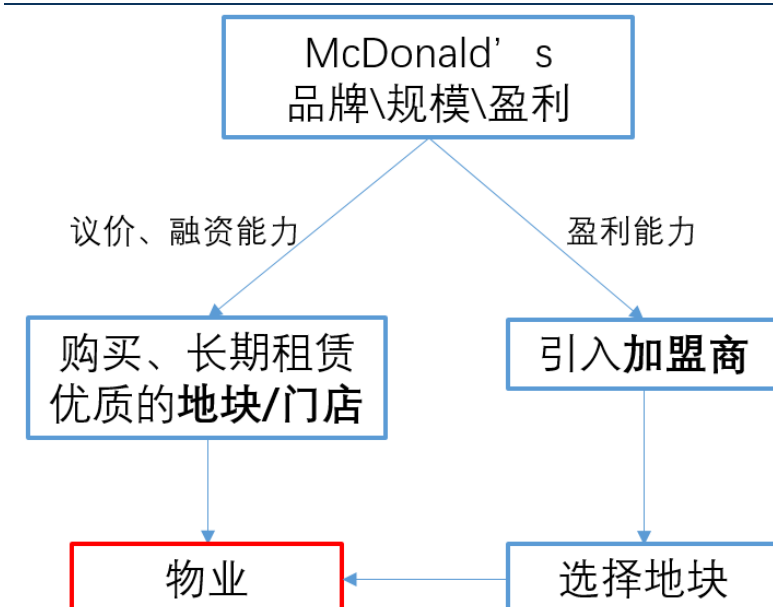
图表 1 麦当劳“地产模式”	4
图表 2 麦当劳初期的地产杠杆示意图.....	5
图表 3 麦当劳“承租-转租”模式的收入和成本	6
表 4 麦当劳 2017 经营状况.....	6
表 5 麦当劳承租门店数量	7
表 6 麦当劳门店分布状况	7
表 7 麦当劳租金支出	7
表 8 计算过程：设未知数为 X	8
表 9 计算过程：建立方程	8
表 10 计算过程：约束条件及解方程	8
表 11 计算结果表：有效承租店铺数量.....	9
表 12 麦当劳 2017 经营状况.....	9
图表 13 麦当劳损益表	10
表 14 麦当劳“承租-转租”模式利润计算.....	10
图表 15 麦当劳其他经营损益.....	11
图表 16 麦当劳损益表	11
表 17 麦当劳自营门店利润计算	12
图表 18 麦当劳加盟门店收入.....	12
表 19 麦当劳损益表的重组	13
图表 20 交易前股权架构.....	14
图表 21 交易后股权架构.....	14
表 22 麦当劳中国与日本的对比	15

一、麦当劳的地产逻辑梳理

商业地产的经营模式为：建设商圈、引入商家、统一管理做热商圈、引入商家并收取租金，这里的核心竞争力为建立在商圈管理能力上的商业地产品牌。

而麦当劳的地产商色彩则表现为：强大的品牌和规模带来了强大的议价和融资能力——购买、长期租赁优质的地块\门店——引入加盟商并收取租金；强大的盈利能力利于吸引加盟商——引入加盟商——选择地块。

图表 1 麦当劳“地产模式”



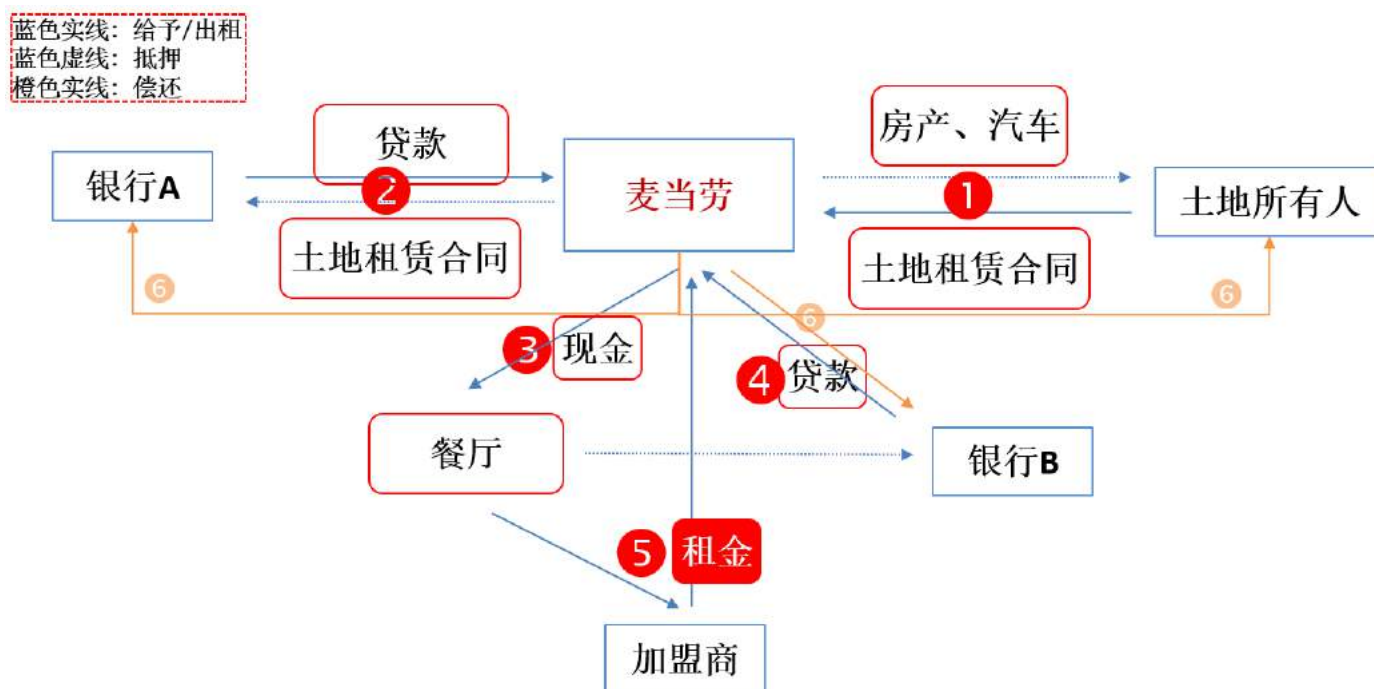
资料来源：华创证券整理

因此，将麦当劳看作餐饮+地产的模式所需要考虑的风险差异包括：

1. 传统商业地产的风险来自于宏观消费环境的变化（消费能力+消费习惯），以及公司自身的风险（偿债能力、运营管理能力、品牌形象）。由于商业地产可以通过调整引入商家的构成（娱乐、餐饮、购物）以及商家的定位（高中低端），因地因时制宜，基于自身能力之上的抗风险能力较强；
2. 麦当劳的拿地+出租流程则几乎完全依赖于自身的品牌效应，这本身同时具备优劣势：（1）快餐行业本身与餐饮业其他品类的联动性较弱，在没有大的风险事件发生（如战争等）情况下市场需求稳定，并且麦当劳品牌形象较稳健，beta 较低；（2）当麦当劳品牌老化/受损后，首先直接影响门店餐饮销售额，当门店餐饮销售额表现过差，那么商圈、政府对引入麦当劳的意愿会降低从而影响麦当劳通过长期租约或直接购买拿地，并且麦当劳的门店和地产难以吸引加盟商入驻从而提供租金收入，“地产”收入也会受损。

总结来看，单纯以“收入”、“运营利润”去评估麦当劳的地产商成色是狭隘的。麦当劳的租金收入确实和商业地产一样受到房地产市场的直接影响，但这部分收入和利润的依存根本依然是麦当劳的餐饮业务。

图表 2 麦当劳初期的地产杠杆示意图

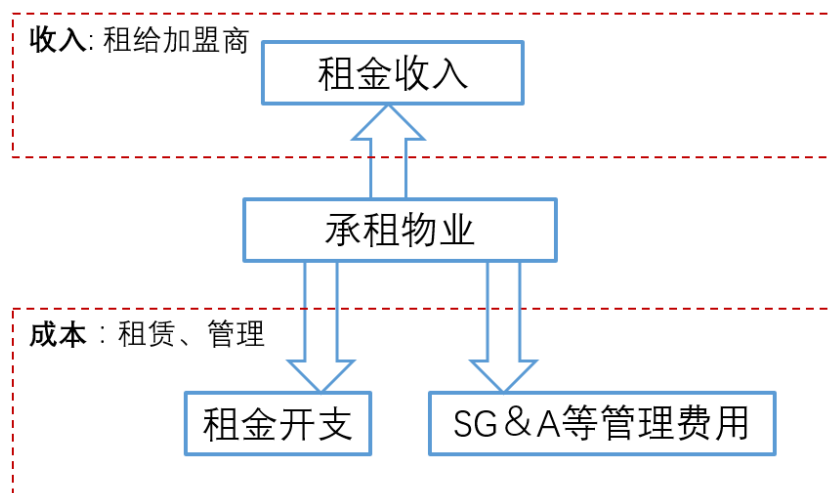


资料来源：华创证券整理

麦当劳在创立初期，在财务压力较大的情况下被迫采用了高杠杆进入地产业务板块。最初麦当劳 CFO 索恩本成立的房地产公司，注册资本仅有 1000 美元，而资产超过 17000 美元。创始人雷·克罗克将自有的房产、汽车抵押给财产所有人，财产所有人将土地租赁给麦当劳，麦当劳以土地租赁合同作为抵押向银行贷款，以银行贷款建立餐厅后，以餐厅作为抵押获得银行贷款以支付土地租赁费用；出租餐厅，收取租金偿还银行贷款。

在这个稍显复杂的交易结构里，最核心的逻辑即：以加盟商支付的租金，偿还银行贷款（用于餐厅建设）和土地租赁费用。由于土地（租赁合同）和房产（餐厅）均已抵押，现金流风险极高。但由于麦当劳所取得的巨大成功，这种杠杆模式在后期已不需采用，长期积攒下来的优质地产为麦当劳带来了巨额收入。

本篇报告将利用公开信息，拆分麦当劳的租金收入和利润。麦当劳收入模块中，符合商业地产逻辑的部分应该是长期租约、直接购买而拥有的物业，将这部分物业出租给加盟商并收取租金，同时付出 SG&A（销售及一般管理费）等费用进行营销和管理。

图表 3 麦当劳“承租-转租”模式的收入和成本


资料来源：华创证券整理

二、麦当劳的地产收益计算

1、地产模式的租金收入

地产已是麦当劳最重要的的收入和利润来源。2016-2017 年，租金收入分别为 61 亿、65 亿美元，占总收入比重分别为 25%、29%。

表 4 麦当劳 2017 经营状况

	2017						2016					
(\$, mn)	门店数	门店占比	销售额	销售额占比	收入	收入占比	门店数	门店占比	销售额	销售额占比	收入	收入占比
自营	3,133	8.4%	12,719	14.0%	12,719	55.7%	5,669	15.4%	15,295	18.0%	15,295	62.1%
加盟	34,108	91.6%	78,191	86.0%	10,101	44.3%	31,230	84.6%	69,707	82.0%	9,327	37.9%
特许权使用费					3,519	15.4%					3,130	12.7%
首次加盟费					87	0.4%					89	1.0%
租金					6,496	28.5%					6,108	24.8%

资料来源：公司财报，华创证券

2、由麦当劳承租、再转租给加盟商的比例

根据麦当劳的披露，2016-2017 年，麦当劳承租的门店数分别为 14763 家、12262 家，占总门店比重分别达到 40%、33%。“承租”指地或者地面建筑、或者土地及地面建筑都由麦当劳先行租用，用来开设自营门店或者转租给加盟商。

表 5 麦当劳承租门店数量

	2017	2016
年末承租物业数	12,262	14,763
年末门店数	37,241	36,899
占比	33%	40%

资料来源：公司财报，华创证券

接着，需要计算承租的门店在自营门店和加盟门店当中的比重，我们将麦当劳 2016-2017 年的门店情况以及租金开支（Rent Expense）数额列示如下：

表 6 麦当劳门店分布状况

	2017			2016	
	门店数	占比	变化率	门店数	占比
自营店	3,133	8%	-44.7%	5,669	15%
美国	887	2%	-20.0%	1,109	3%
海外	2,246	6%	-50.7%	4,560	12%
加盟店	34,108	92%	9.2%	31,230	85%
美国	13,149	35%	0.8%	13,046	35%
海外	20,959	56%	15.3%	18,184	49%
总计	37,241	100%	0.9%	36,899	100%

资料来源：公司财报，华创证券

表 7 麦当劳租金支出

	2017			2016	
(\$, mn)	租金开支	占比	变化率	租金开支	占比
自营店	465	30%	-29.8%	662	38%
美国	37	2%	-23.0%	49	3%
海外	427	27%	-30.3%	613	36%
加盟店	1,098	70%	3.5%	1,061	62%
美国	489	31%	3.7%	471	27%
海外	609	39%	3.3%	590	34%
总计	1,463	100%	-15.1%	1,723	100%

资料来源：公司财报，华创证券

我们通过报表，已知 2016/2017 两年年末的总门店数和租金情况，现在需要计算承租门店数量（即：麦当劳的自营和加盟门店中，各有多少由麦当劳总部承租再转租给门店）；那么我们首先假设各部分当年的有效承租门店数量设为 $X_{i,y}$ ，其中 y 为年份，具体如下表所示：

表 8 计算过程：设未知数为 X

		2017	2016
自营	美国	$X_{1, 2017}$	$X_{1, 2016}$
	海外	$X_{2, 2017}$	$X_{2, 2016}$
加盟	美国	$X_{3, 2017}$	$X_{3, 2016}$
	海外	$X_{4, 2017}$	$X_{4, 2016}$

资料来源：华创证券整理

那么根据已知条件，我们进行计算前的假设：

假设 1	同地区同年份的加盟店与自营店的单店租金开支基本相同
假设 2	2016-2017 年间，全球的平均单店租金水平保持稳定，即租金开支的数额能够基本反映承租门店的数量——承租门店之比约等于租金开支之比；
假设 3	有效门店数据为全年平滑数据：门店全年逐步关停/增加，因此将门店绝对值变化平滑到全年，全年有效门店数=（年初门店数+年末门店数）/2；即 2016-2017 年有效承租物业的变动为（14763-12262）/2=1250 家；
假设 4	自营店除了承租之外，使用了小部分自有物业（已购买，不产生租金开支）
假设 5	由于承租门店数占总门店数的比例不高，全年有效承租门店数少于期末总门店数 ^{*注 1}

观察已知条件，发现加盟店虽然门店数量变化较大，但租金开支均仅增加 3.5% 左右，因此可以认为加盟店部分的承租门店数量不变，3.5% 为租金自然上涨变化。所以假设：

假设 6	麦当劳承租店铺在全球业务范围内的租金通胀约为 3.5%
------	-----------------------------

根据上述假设 1-5，可以将最初的 $X_{i,y}$ 进行修改，将 $X_{i,2017}$ 用 $X_{i,2016}$ 表示，具体计算过程如下：

表 9 计算过程：建立方程

		2017	2016
自营	美国	$X_{1,2017} = (\frac{37}{49 \times (1+3.5\%)}) \cdot X_{1,2016} = 0.73 \cdot X_{1,2016}$	$X_{1,2016}$
	海外	$X_{2,2017} = (\frac{427}{613 \times (1+3.5\%)}) \cdot X_{2,2016} = 0.67 \cdot X_{2,2016}$	$X_{2,2016}$
加盟	美国	$X_{3,2017} = (\frac{489}{37}) \cdot X_{1,2017} = 13.22 X_{1,2017}$ $= 13.22 \cdot 0.73 X_{1,2016} = 9.65 \cdot X_{1,2016}$	$X_{3,2016} = (\frac{471}{49}) \cdot X_{1,2016} = 9.61 \cdot X_{1,2016}$
	海外	$X_{4,2017} = (\frac{609}{427}) \cdot X_{2,2017} = 1.43 X_{2,2017}$ $= 1.43 \cdot 0.67 X_{2,2016} = 0.96 \cdot X_{2,2016}$	$X_{4,2016} = (\frac{590}{613}) \cdot X_{2,2016} = 0.96 \cdot X_{2,2016}$

资料来源：华创证券整理

这部分计算，里面的数字全部来自报表披露的实际支付租金。通过租金的变化比例，来将 2017 年的门店数全部用 2016 年的门店数表示，从而才能建立方程求解。

接着，进行方程计算：

表 10 计算过程：约束条件及解方程

步骤	已知	对应方程	备注
----	----	------	----

1	已知 2016-2017 年有效承租物业的变动为 1250 家	$\sum_{i=1}^4 X_{i,2016} - \sum_{i=1}^4 X_{i,2017} =$ $0.27 \cdot X_{1,2016} + 0.33 \cdot X_{2,2016} = 1250$	来自假设 3
2	已知 $X_{i,y}$ 小于等于对应的门店总数，即承租的门店数不可能超过该地区所有门店数	$\begin{cases} X_{1,2016} \leq 1109 \\ X_{2,2016} \leq 4560 \\ X_{1,2017} = 0.73X_{1,2016} \leq 887 \\ X_{2,2017} = 0.67X_{2,2016} \leq 2246 \end{cases}$	对应数字全部来自于表 19，原始数据摘自财务报表
3	当年年末的承租物业数量已知	$\begin{cases} X_{1,2016} + X_{2,2016} + X_{3,2016} + X_{4,2016} = \\ 10.61X_{1,2016} + 1.96X_{2,2016} \leq 14763 \\ X_{1,2017} + X_{2,2017} + X_{3,2017} + X_{4,2017} = \\ 10.38X_{1,2016} + 1.63X_{2,2016} \leq 12262 \end{cases}$	对应数字全部来自于表 19，原始数据摘自财务报表

将得到的 $X_{i,y}$ （有效承租门店），根据有效承租门店数=（期末门店数+期初门店数）/2，还原为期末门店数，得到的数目如下：

表 11 计算结果表：有效承租店铺数量

		2017	2016
自营	美国	460	778
	海外	2,246	4,428
加盟	美国	6,016	6,016
	海外	3,540	3,540

资料来源：华创证券整理

通过以上计算结果，以及假设 3——2017 年有效承租门店=(2016 年末承租门店+2017 年末承租门店数)/2，可以得到 2017 年支付租金开支的有效门店数为：

表 12 麦当劳 2017 经营状况

2017 年	有效承租门店数	有效门店数	占比
自营	3,956	4,401	89.9%
美国	619	998	62.0%
海外	3,337	3,403	98.1%
加盟	9,556	32,669	29.3%
美国	6,016	13,098	45.9%
海外	3,540	19,572	18.1%
总计	13,512	37,070	36.4%

资料来源：华创证券整理

加盟店中，高达 29% 的门店由麦当劳承租，美国区域的比例为 46%，海外的比例为 18%。

3、“承租——转租”的模式所产生的利润

图表 13 麦当劳损益表

Consolidated Operating Results

Operating results

		2017
	Amount	Increase/ (decrease)
<i>Dollars and shares in millions, except per share data</i>		
Revenues		
Sales by Company-operated restaurants	\$ 12,719	(17%)
Revenues from franchised restaurants	10,101	8
Total revenues	22,820	(7)
Operating costs and expenses		
Company-operated restaurant expenses	10,410	(18)
Franchised restaurants-occupancy expenses	1,789	4
Selling, general & administrative expenses	2,231	(6)
Other operating (income) expense, net	(1,163)	n/m
Total operating costs and expenses	13,267	(21)
Operating income	9,553	23

资料来源：公司财报，华创证券

表 14 麦当劳“承租-转租”模式利润计算

(\$, mn)	财报数额	承租-加盟店相关数额	备注
租金收入	6,496	6,496	租金收入都来自麦当劳承租-加盟门店
加盟店占用费	1,789	~1,300	
其中：租金开支	1,098	~1,098	(1) 来自财报数据，表 5-租金开支
其他占用费	691	~202	(2) 由加盟店承担，加盟-承租店占加盟店的 29%
销售及一般管理费	2,231	~575	(3) 由全部门店承担，加盟-承租店占全部门店的 26%
利润		~4,621	(4) 租金收入扣除 (1)、(2)、(3) 承担的开支 ^{*注 2}

资料来源：公司财报，华创证券整理

(1) 2017 年，麦当劳旗下加盟店的租金开支 (Rent Expense) 为 10.98 亿美元，包含在 17.89 亿美元的 Franchised restaurants-occupancy expenses 当中，应全部由加盟-承租门店承担；

(2) 按门店数量进行费用分摊，除了租金开支以外的加盟店的 Occupancy expenses 为 6.98 亿美元。那么加盟店的 29%承租门店应承担 2.02 亿美元；

(3) 2017 年，麦当劳 SG&A 为 22.31 亿美元，全部门店承担，按店面数平摊。加盟-承租的有效门店数 9556 家占全年总有效门店数 37070 家的 25.8%，应承担 SG&A 的 5.75 亿美元；

(4) 2017 年，包含在加盟收入 (Revenues from franchised restaurants) 的租金收入 (Rent) 为 64.96 亿美元。扣除以上 (1)、(2)、(3) 中所述应承担的费用开支部分——总计应承担 18.75 亿美元——得到 46.21 亿美元。

(5) 接下来分析 Other operating (income) expense, net 部分，可以看到这一项目的历年变化较大，2017 年主要来自于大量出售门店而带来的直接收益及资产减值拨回。

图表 15 麦当劳其他经营损益

Other operating (income) expense, net				
In millions				
	2017		2016	2015
Gains on sales of restaurant businesses	\$ (295)	\$	(283)	\$ (146)
Equity in (earnings) losses of unconsolidated affiliates	(184)		(55)	147
Asset dispositions and other (income) expense, net	19		72	(27)
Impairment and other charges (gains), net	(703)		342	235
Total	\$ (1,163)	\$	76	\$ 209

资料来源：公司财报，华创证券

将 Other operating (income) expense, net 视为非主营业务损益，总运营利润为 95.5 亿美元，主营业务税前利润为 83.9 亿美元。（4）中计算的 46.21 亿“租金板块”利润在主营业务税前利润 83.9 亿中占比为 55.1%。

由此可得，在 2017 年，麦当劳主营业务的税前利润高达 55%部分由地产模式所产生。

三、麦当劳损益表的重组

1、自营门店的收益

2017 年，麦当劳自营门店销售额为 127.2 亿美元，占总收入的 56%，占总销售额的 14%。有效自营门店数为 4401 家，占总有效门店数 37070 家的 12%。

图表 16 麦当劳损益表

Consolidated Statement of Income	
In millions, except per share data	Years ended December 31, 2017
REVENUES	
Sales by Company-operated restaurants	\$ 12,718.9
Revenues from franchised restaurants	10,101.5
Total revenues	22,820.4
OPERATING COSTS AND EXPENSES	
Company-operated restaurant expenses	
Food & paper	4,033.5
Payroll & employee benefits	3,528.5
Occupancy & other operating expenses	2,847.6
Franchised restaurants-occupancy expenses	1,790.0
Selling, general & administrative expenses	2,231.3
Other operating (income) expense, net	(1,163.2)
Total operating costs and expenses	13,267.7
Operating income	9,552.7

资料来源：公司财报，华创证券

表 17 麦当劳自营门店利润计算

(\$, mn)	财报数额	自营店相关部分	占收入比重	备注
自营门店收入	12,719	12,719		
自营店经营成本	10,410	10,410	81.8%	(1) 全部由自营店产生
其中：食材、纸张等	4,034	4,034	31.7%	
人员薪酬及福利	3,529	3,529	27.7%	
占用费	2,848	2,848	22.4%	
销售及一般管理费	2,231	-265	2.1%	(2) 有效自营门店数占总有效门店数的 12%
利润		-2,044	16.1%	(3) 利润为自营门店收入扣除 (1)、(2) 开支

资料来源：公司财报，华创证券整理

(1) 自营门店的运营成本高达 104.1 亿美元，其中 39%为食材、纸张等耗材，34%为人力成本，27%为租金等其他费用。

(2) SG&A 的 22.31 亿美元当中，根据门店占比，应有 12%由自营门店承担。自营门店应承担 2.65 亿美元。

(3) 扣除运营成本 104.1 亿和运营费用 2.65 亿之后，自营部分的运营利润为 20.44 亿，运营利润率为 16%。

由此可得，在 2017 年，主营业务税前利润为 83.9 亿美元，自营部分的运营利润为 20.44 亿，占主营业务税前利润的 24.4%。

2、特许权使用费、加盟费的收益及损益表重组

2017 年，麦当劳加盟门店销售额为 781.2 亿美元，占总销售额的 86%；收入为 101 亿美元，占总收入的 44%。有效加盟门店数为 32669 家，占总有效门店数 37070 家的 88%。

2017 年，特许权使用费 (Royalties) 为 35.2 亿美元，加盟费为 0.87 亿美元，合计共 36.1 亿美元收入。

图表 18 麦当劳加盟门店收入

In millions	2017	2016	2015
Rents	\$ 6,496.3	\$ 6,107.6	\$ 5,860.6
Royalties	3,518.7	3,129.9	2,980.7
Initial fees	86.5	89.4	83.4
Revenues from franchised restaurants	\$ 10,101.5	\$ 9,326.9	\$ 8,924.7

资料来源：公司财报，华创证券

综合以上“租金板块”、“自营板块”以及“特许权使用费、首次加盟费板块”的计算，可以看到，麦当劳的利润来源大体可以拆分为三个板块：地产/租金板块（承租-转租差价收入）、自营板块（快餐业务）、特许权和加盟费板块（商标和管理输出）*注³将麦当劳 2017 年的损益表重组。

表 19 麦当劳损益表的重组

(\$, mn)	财报数据	“租金板块”	“自营板块”	“特许权和加盟费”
自营	12,719	-	12,719	-
加盟	10,102	6,496	-	3,606
其中：特许权使用费	3,519	-	-	3,519
首次加盟费	87	-	-	87
租金	6,496	6,496	-	-
自营门店运营费用	10,410	-	10,410	-
加盟店占用费	1,789	1,300	-	489
其中：租金开支	1,098	1,098	-	-
其他占用费	691	202	-	489
销售及一般管理费	2,231	575	265	1,391
主营业务利润	8,391	4,621	2,044	1,726
占比	100.0%	55.1%	24.4%	20.6%
运营利润率	-	71.1%	16.1%	44.9%

资料来源：公司财报，华创证券整理

可得，在 2017 年，“租金板块”经营利润率 71%，“自营板块”经营利润率 16%，“特许权使用费及首次加盟费”经营利润率 45%；主营业务税前利润为 83.90 亿美元，“租金板块”占比 55%，“自营板块”占比 24%，“特许权使用费及首次加盟费”占比 21%。

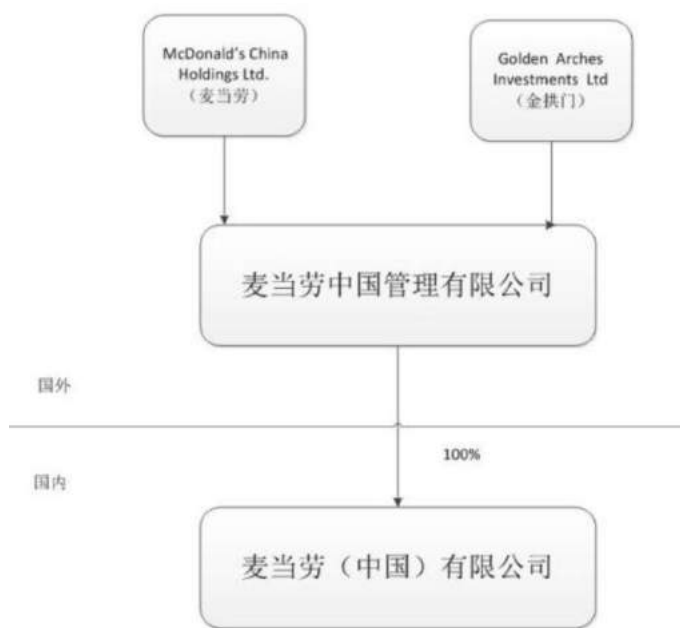
四、麦当劳出售中国区业务的影响

1、交易概况

麦当劳集团旗下的麦当劳中国控股（McDonald's China Holdings Ltd, MCHL）及金拱门投资（Golden Arches Investments Ltd, GAIL）通过在境外设立的麦当劳中国管理有限公司控制麦当劳（中国），此次交易的目标公司并非麦当劳（中国），而是其全资控股公司麦当劳中国管理有限公司。

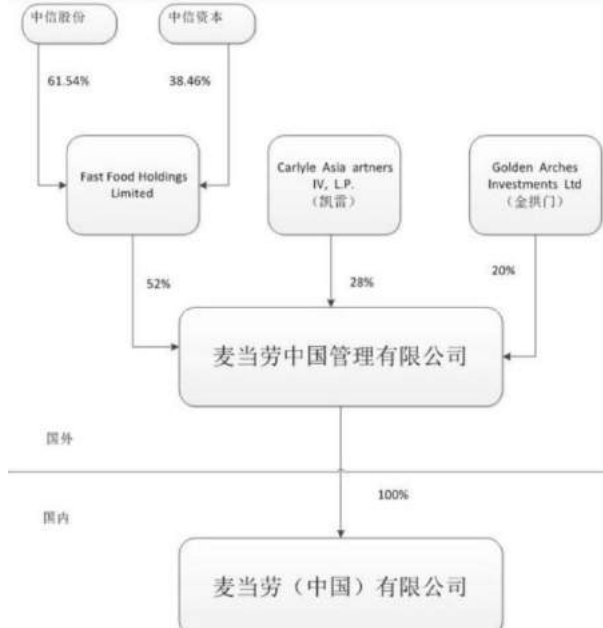
2017 年 6 月 30 日，交易完成后，中信通过 Fast Food Holdings Ltd 持股 52%，凯雷资本持股 28%，金拱门（GAIL）持股 20%。此次交易授予 20 年的主特许经营权，交易对价为 20.8 亿美元，将以现金及增发中间控股公司股权的方式支付。

图表 20 交易前股权架构



资料来源：观察者网，杨散逸，华创证券

图表 21 交易后股权架构



资料来源：观察者网，杨散逸，华创证券

2、交易对麦当劳财报的影响

(1) 大量自营门店转入加盟门店口径

根据中信的披露，2017 年 7 月 31 日双方完成交割，将合作管理和经营麦当劳在中国大陆和香港市场约 2700 家餐厅，中国区成为美国本土之外规模最大的麦当劳特许经营业务。截止 2016 年末，中国大陆有超过 2400 家餐厅，中国香港有大约 240 家餐厅。

根据 2014-2016 年的新闻口径整理和推算，交易前麦当劳中国大陆大约有 1800 家门店为自营，自营比例超过 65%，在交易后这部分门店全部转为加盟口径。

(2) 收入的归口

由于将中国区业务打包出售给持牌人 (Licensee)，中国区门店目前全部是加盟店，纳入的是加盟店收入 (Revenue from franchised restaurants)。持牌人对门店的资本投入负责——包括土地、门店建设等，因此不产生租金收入。持牌人将支付特许权使用费 (Royalties) 和首次加盟费 (Initial Fees)，特许权使用费直接根据销售额提成征收。

此外，由于麦当劳依然持有 20% 的股权，此部分属于不并表的合资门店 (Unconsolidated Affiliates)，其损益纳入其他经营损益 (Other operating income/expense, net) 当中的非并表的合资企业的股权投资损益 (Equity in earnings/losses of unconsolidated affiliates)，2016-2017 年，此部分收入分别为 0.55 亿、1.84 亿美元。

(3) 资产负债表的变动

2016 年 12 月 31 日，麦当劳报表上待出售业务 (Businesses held for sale) 的余额为 15.27 亿美元，全部为中国区业务资产价值，在 2017 年 6 月交易完成后余额归零。

根据麦当劳的披露，此次交易计入了 8.5 亿美元的收益，被包含在其他经营损益的门店业务出售收益 (Gains on sales of restaurant businesses) 及资产减值拨回 (Impairment and other charges/gains)，2017 年此两项科目的发生额分别为 2.95 亿美元、7.03 亿美元。

3、交易的相关分析

（1）未来收入的组成：特许权使用费+投资收益

此次交易授予了标的公司以 20 年的特许经营权，但持牌人（Licensee）与传统加盟（Conventional Franchised）的区别之处在于持牌人将负责餐厅的资本投入，因此此次交易将麦当劳在中国区所持有的长期租约和土地一并转移，未来持牌人——即麦当劳中国管理公司——不再需要向麦当劳公司缴纳租金。

加盟店收入——特许权使用费、加盟费：此次交易授予了“特许经营权”但并未授予品牌，因此持牌人依然需要从销售额当中提取一定比例，向麦当劳缴纳特许权使用费（Royalties）；在该区域新开的门店也需要缴纳首次加盟费（Initial Fees）。

其他运营损益——投资损益：麦当劳集团在中国区业务当中持股 20%，中国区的销售收入扣除了经营成本（包括食材成本、人工成本、租金及水电费等营运支出）、所得税等项目之后的净利，麦当劳集团将按比例计入“其他运营损益”当中。

（2）与麦当劳日本区的对比：文化先行

麦当劳 1990 年进入中国大陆之后，直至 2003 才在天津试行特许经营制度（即加盟制度），之后的较长时间内依然保持了 90%以上的自营占比。并且，有别于美国本土等地，麦当劳在中国区往往先采用自营模式开设、培育门店后，再将成熟门店转为加盟模式。

而在 1971 年麦当劳进入日本时则是完全不同的状况。

彼时麦当劳规模远不及今日，初涉海外市场且在加勒比地区、加拿大、荷兰等地的拓展均失败，急需探索新的模式和获得海外市场的成功。美式快餐在欧洲、美洲的接受度已然不高，进入日本更是困难。在此情况下，麦当劳与日本人藤田田共同出资设立了日本麦当劳株式会社，持股 50%，正式进行合资企业这一经营模式的探索。

合资公司全权负责日本地区的麦当劳业务的资本投入（包括拿地、建设门店、雇工、营销等），麦当劳集团则向合资公司提供必要的资金、技术、人员支持，同时收取加盟费和特许权使用费。

藤田根据日本的社会和文化偏好，将美式快餐与美国的强大繁荣、美国人的身强体壮直接挂钩，宣扬“牛肉汉堡和土豆比米饭和鱼更好”的餐饮文化，选择外国游客众多、更具西洋特色的银座开设第一家门店，但同时采用老板到员工“100%是日本人”、所有电视广告均是日本风格等措施淡化崇洋色彩、配合民族情绪和强调本土化。文化攻势取得良好效果，首家日本麦当劳门店的首日销售额打破当时的麦当劳全球记录，一年半内门店数达到 19 家。

目前麦当劳日本拥有 2894 家门店，门店数在近年来均有小幅下降，但依然是仅次于美国本土的全球第二大市场。

表 22 麦当劳中国与日本的对比

	日本	中国大陆
时间	1971 年	1990 年
方式	合资经营（麦当劳日本付出特许权使用费和加盟费）	主要为自营，2017 年出售转为合资经营
当时的规模	全球餐厅数约 2000 多家，营收远不到 10 亿美元	全球餐厅数超过 10000 家，营收达 66 亿美元
营销特点	文化先行：将美式快餐与美国的强大繁荣、美国人的身强体壮直接挂钩；进行本土化	以“罕见”的洋快餐进行初期宣传；长时间坚持“卖汉堡，保留自我特色”，目前加速本土化
效果/现状	第一家门店创下 1971 年以前麦当劳全球单日销售记录；目前麦当劳日本拥有约 2900 家门店，是全球第二大市场	第一家深圳门店创下 1990 年前麦当劳全球单日销售记录；目前麦当劳中国拥有约 2700 家门店，是全球第三大市场

资料来源：公司财报，华创证券整理

（3）交易对中国区业务的战略影响：加速开店和本土化

在产品本地化和门店扩张方面，麦当劳已耕耘中国市场多年，中国是麦当劳的全球第三大市场，但麦当劳在中国区的脚步远慢于百胜中国。2017 年，百胜中国拥有 5488 家肯德基门店，净增 264 家；拥有 2195 家必胜客门店，净增 114 家——在体量远大于麦当劳中国区之外，门店也保持了较快的增长速度。2015 年单独分拆上市时，百胜中国宣布要在 10-20 年间将门店数扩张为 3 倍，也即设立了超过 2 万家门店的长期目标。

肯德基率先推出了豆浆、油条、粥等中式产品后，在 2010 年“东方既白”品牌成效不及预期之后就开始力推米饭套餐，至今不断有新品推出。作为对比，麦当劳中国的菜单上，中式餐饮的占比依然极小，热销的主打产品主要为汉堡、薯条、麦乐鸡、鸡排等美式快餐产品。麦当劳中国做了餐饮产品本土化的尝试，例如减少热销于美国却难以被中国消费者接受的“苹果派”，在中国区主要推荐“香芋派”、“菠萝派”等产品，但这显然是不够的。

在 2017 年 1 月的战略合作会议上，麦当劳中国多次表示中国区业务现状十分健康，引入中信是为了利用中信优秀的政府资源和地产资源，加速麦当劳中国区业务的本土化。未来 5 年内计划在中国区开店 1500 家，主要下沉到三线及以下城市。同时在 2017-2018 年推进“未来 2.0”部署——包括双点式柜台、动态电子餐牌、触屏自助点餐机、移动支付、定制汉堡、送餐到桌服务，覆盖门店超过 2000 家。

我们认为，麦当劳已经具备了丰富和优秀的餐饮营运经验，中信入主麦当劳中国对“餐饮”产品和模式的革新影响较为有限，但在快餐的主要竞争“战场”集中在三线及以下城市的背景下，对中国营商环境更为熟悉、握有大量政府资源和地产资源的中信无疑能够推动麦当劳中国的门店扩张和渠道下沉。

五、风险提示：行业增速不及预期，食品安全事故

现代服务业组团队介绍

高级分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾就职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名

助理研究员：刘晴

东南大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：林轩宇

美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	资深销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编:100033 传真:010-66500801 会议室:010-66500900	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编:518034 传真:0755-82027731 会议室:0755-82828562	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 邮编:200120 传真:021-50581170 会议室:021-20572500



截图 扫二维码

或搜索公众号**seed思得**

点击菜单栏“研究报告”->“共享群”

报告整理于网络，只用于分享，如有侵权，请联系我们

1 每日互动，分享**5+**热门报告，部分社群已经超过**3年**

2 3年积累，报告总量超过**30万**份

3 同行业匹配，同频的人说同样的话

4 大咖直播，只听业内大佬分享

14万行业精英已加入>>